



## BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(4/25): 91,600원

시가총액: 60,659억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (4/25)	899.84pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	141,000원	55,000원
등락률	-35.0%	66.5%
수익률	절대	상대
1M	-13.0%	-9.6%
6M	-15.4%	-6.5%
1Y	61.6%	77.9%

## Company Data

발행주식수	66,222천주
일평균 거래량(3M)	621천주
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	14,230원
주요 주주	김대일 외 13인
	42.7%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	488.8	403.8	667.5	1,080.6
영업이익	157.3	43.0	229.1	494.1
EBITDA	179.2	67.3	253.0	519.0
세전이익	142.0	77.7	267.3	534.8
순이익	100.9	59.4	202.6	397.6
지배주주지분순이익	100.9	59.4	202.6	397.6
EPS(원)	1,543	897	3,059	6,004
증감률(% YoY)	-36.3	-41.9	241.0	96.3
PER(배)	33.7	154.1	29.9	15.3
PBR(배)	5.35	12.74	6.44	4.46
EV/EBITDA(배)	17.3	132.9	22.5	10.3
영업이익률(%)	32.2	10.6	34.3	45.7
ROE(%)	16.5	8.8	24.4	34.5
순차입금비율(%)	-46.6	-28.8	-39.0	-53.2

## Price Trend



## 기업 업데이트

## 펄어비스 (263750)

## 중국 출시 당일 반드시 고려할 사항들



중국 1위 게임인 왕자영묘의 22년 1분기 일평균 매출액은 210억원으로 도출되며 5위 및 10위 게임의 일평균 매출액은 각각 50억원과 20억원으로 파악된다. 중국 검은사막 모바일 출시 기준 최소 24시간 이후 트래픽을 투자판단의 메인 지표로 활용하는 것이 바람직하다. 이는 동 게임이 사전 다운로드가 없는 점과 출시 당일 저녁 대규모 이벤트로 익일 트래픽 유입이 당일 대비 증가할 수 있기 때문이다.

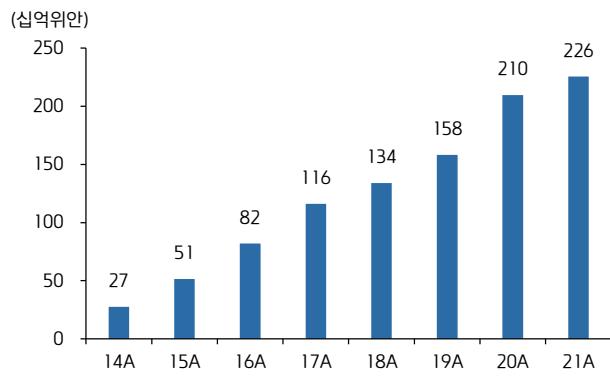
## &gt;&gt;&gt; 중국 매출 순위별 일평균 매출 수준 이해하기

21년 중국 모바일 게임시장 규모는 226십억위안으로 원화로 40조원에 달한다. 센서타워가 발표한 중국 애플 앱스토어 기준 모바일 게임시장 규모는 원화로 환산하면 17.9조원에 해당한다. 이를 감안하면 중국 제3자 안드로이드 모바일 게임시장 규모는 22.1조원으로 애플 앱스토어 대비 1.23배 수준에 해당한다. 중국에서 애플 앱스토어 게임 월평균 매출 1위를 기록 중인 왕자영묘의 22년 1분기 애플 앱스토어 게임 일평균 매출액은 센서타워 기준 94억원이다. 해당 수치에 1.23배의 시장 배수를 적용한 제3자 안드로이드 게임 일평균 매출액은 116억원으로 총 합산 210억원의 일평균 매출액이 도출된다. 시장 배수를 개별 게임에 그대로 적용함에 따른 표준오차가 존재하지만 최상위 게임일수록 해당 오차는 크지 않을 것으로 판단한다. 또한 중국 애플 앱스토어 게임 기준 5위의 일평균 매출액은 제3자 안드로이드를 포함해 총 합산 50억원으로 파악되며, 동 기준 10위의 총 합산 일평균 매출액은 20억원으로 파악된다. 당사가 현재 보수적 관점에서 추정치에 반영한 중국 검은사막 모바일의 초기 분기 일평균 매출액 20억원은 애플 앱스토어 매출 순위로 환산시 평균 10위에 해당하며, 이는 동 기간 초기 상단 6위와 하단 12위 범위의 기준을 반영한다.

## &gt;&gt;&gt; 출시 첫날 매출 순위에 연연하지 말 것을 권고

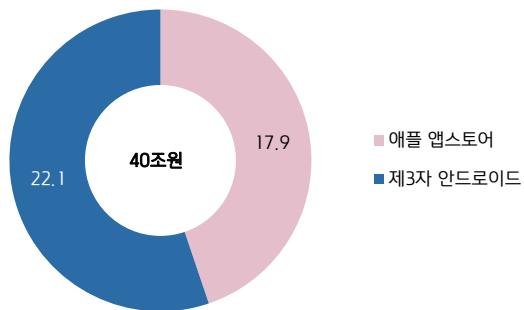
중국 검은사막 모바일은 현지시간 기준 4/22일 오전 10시부터 4/26일 오전 7시까지 서버 점검 및 현지화 콘텐츠 업데이트 등을 진행하며, 점검 직후 정식 출시를 예정하고 있다. 이에 한국시간 기준 정식 출시는 4/26일 오전 8시에 해당한다. 모든 투자자들이 출시 첫날 매출 순위 및 매출 순위별 진입 시점에 집중하고 이를 투자판단의 핵심 지표로 고려할 것으로 보인다. 하지만 당사는 첫날 매출 순위에 연연하지 말 것을 권고하는데 이는 첫째, 검은사막 모바일은 점검 직후 오픈함으로써 사전 다운로드 방식이 없기에 여타 다른 게임의 출시 이후 패턴과 직접적인 비교가 불가능하고 둘째, 출시 당일 저녁 대규모 론칭 파티인 ‘판타지 어드벤처 나이트’ 개최를 통해 출시 익일 트래픽 유입이 당일 대비 증가할 것으로 기대된다. 따라서 투자자들은 출시 기준 최소 24시간 이후 트래픽을 투자판단의 메인 지표로 활용하는 것이 합리적이다. 이외 서버 점검 등 특수 변수가 작용하면 이를 추가로 반영해야 할 것이다. 참고로 리니지W 국내 경우 사전 다운로드를 출시 36시간 전부터 개시했고, 애플 앱스토어 게임 매출 1위를 기록하는데 출시 이후 16시간이 소요되었다.

## 중국 모바일 게임시장 연간 추이



자료: GPC, 키움증권

## 중국 21년 모바일 게임시장 Breakdown

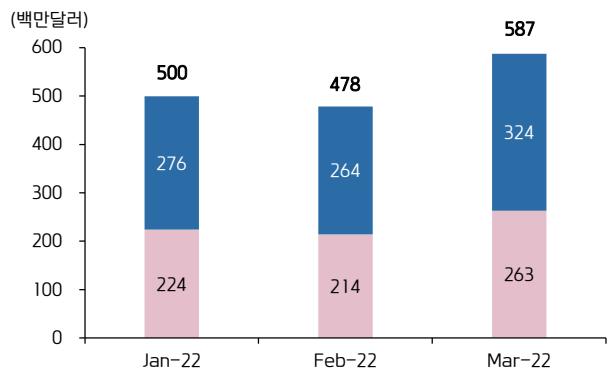


주1: 중국 애플 앱스토어 시장 규모는 센서타워 데이터 활용 기준

주2: 중국 제3자 안드로이드 시장 규모는 전체에서 애플 앱스토어 차감

자료: GPC, Sensor Tower, ECOS, 키움증권

## 왕자영요 중국 월별 매출액 추이

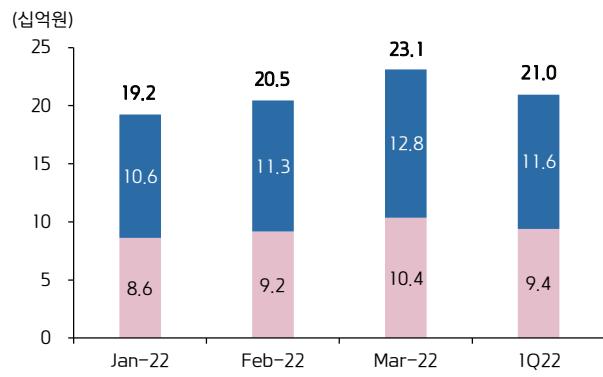


주1: 총매출액 기준

주2: 제3자 안드로이드 매출은 애플 앱스토어 대비 1.23배를 적용

자료: Sensor Tower, GPC, 키움증권

## 왕자영요 중국 일평균 매출액



주1: 총매출액 기준

주2: 제3자 안드로이드 매출은 애플 앱스토어 대비 1.23배를 적용

자료: Sensor Tower, GPC, ECOS, 키움증권

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	488.8	403.8	667.5	1,080.6	1,030.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	488.8	403.8	667.5	1,080.6	1,030.3
판관비	331.5	360.8	438.4	586.5	617.3
<b>영업이익</b>	157.3	43.0	229.1	494.1	413.0
<b>EBITDA</b>	179.2	67.3	253.0	519.0	438.4
<b>영업외손익</b>	-15.3	34.8	38.1	40.7	42.8
이자수익	4.8	2.6	3.2	4.6	5.9
이자비용	3.5	4.3	4.3	4.3	4.3
외환관련이익	15.3	21.3	20.3	21.3	22.4
외환관련손실	39.9	7.3	6.5	6.8	7.1
종속 및 관계기업손익	0.0	-2.6	-2.0	-1.5	-1.0
기타	8.0	25.1	27.4	27.4	26.9
<b>법인세차감전이익</b>	142.0	77.7	267.3	534.8	455.8
법인세비용	41.1	18.4	64.7	137.2	115.4
<b>계속사업순손익</b>	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
<b>당기순이익</b>	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
<b>지배주주순이익</b>	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-8.8	-17.4	65.3	61.9	-4.7
영업이익 증감율	4.4	-72.7	432.8	115.7	-16.4
EBITDA 증감율	6.7	-62.4	275.9	105.1	-15.5
지배주주순이익 증감율	-36.0	-41.1	241.1	96.2	-14.4
EPS 증감율	-36.3	-41.9	241.0	96.3	-14.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	32.2	10.6	34.3	45.7	40.1
EBITDA Margin(%)	36.7	16.7	37.9	48.0	42.6
지배주주순이익률(%)	20.6	14.7	30.4	36.8	33.0

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>					
당기순이익	100.9	59.4	202.6	397.6	340.4
비현금항목의 가감	77.7	3.4	43.6	115.3	92.3
유형자산감가상각비	13.1	15.2	14.5	16.3	17.5
무형자산감가상각비	8.8	9.2	9.3	8.6	7.9
지분법평가손익	0.0	-2.6	2.0	1.5	1.0
기타	55.8	-18.4	17.8	88.9	65.9
영업활동자산부채증감	22.5	25.4	-16.1	-16.0	12.1
매출채권및기타채권의감소	17.7	0.8	-25.6	-24.6	5.0
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	9.8	8.8	6.8
기타	4.8	24.6	-0.3	-0.2	0.3
기타현금흐름	-43.7	-23.8	-65.6	-136.8	-113.7
<b>투자활동 현금흐름</b>					
유형자산의 취득	-26.7	-47.4	-20.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.9	-1.2	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-11.2	-147.9	-32.2	-32.2	-32.3
단기금융자산의감소(증가)	-22.9	-185.5	-100.8	-100.8	-90.7
기타	-7.8	144.2	144.4	144.4	144.4
<b>재무활동 현금흐름</b>					
차입금의 증가(감소)	-10.0	216.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-41.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.2	-5.1	-5.0	-5.0	-5.0
기타현금흐름	-5.6	4.0	-71.3	-71.3	-71.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>					
기초현금 및 현금성자산	25.8	41.7	59.6	255.2	236.1
기말현금 및 현금성자산	176.4	202.1	243.9	303.4	558.6
	202.1	243.9	303.4	558.6	794.8

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	481.8	721.7	911.9	1,296.7	1,622.3
현금 및 현금성자산	202.1	243.9	303.4	558.6	794.8
단기금융자산	217.5	403.0	503.8	604.5	695.2
매출채권 및 기타채권	52.7	57.8	83.4	108.1	103.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	9.5	17.0	21.3	25.5	29.3
<b>비유동자산</b>	415.4	634.9	681.7	728.1	774.6
투자자산	22.7	168.0	198.2	228.9	260.2
유형자산	96.8	137.4	142.9	146.6	149.1
무형자산	270.1	302.4	313.0	324.4	336.5
기타비유동자산	25.8	27.1	27.6	28.2	28.8
<b>자산총계</b>	897.2	1,356.6	1,593.7	2,024.9	2,396.9
<b>유동부채</b>	181.7	274.2	285.8	296.4	305.1
매입채무 및 기타채무	39.8	49.1	58.9	67.7	74.5
단기금융부채	89.8	135.3	135.3	135.3	135.3
기타유동부채	52.1	89.8	91.6	93.4	95.3
<b>비유동부채</b>	78.6	363.4	365.5	367.7	370.0
장기금융부채	33.2	304.2	304.2	304.2	304.2
기타비유동부채	45.4	59.2	61.3	63.5	65.8
<b>부채총계</b>	260.3	637.6	651.3	664.2	675.1
<b>자본지분</b>	636.9	719.0	942.3	1,360.7	1,721.8
자본금	6.5	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	202.3	211.3	211.3	211.3	211.3
기타자본	-52.7	-59.9	-59.9	-59.9	-59.9
기타포괄손익누계액	-9.3	11.5	32.2	53.0	73.7
이익잉여금	490.1	549.5	752.0	1,149.6	1,490.0
비자지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	636.9	719.0	942.3	1,360.7	1,721.8

## 투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,543	897	3,059	6,004	5,140
BPS	9,739	10,857	14,230	20,548	26,001
CFPS	2,733	949	3,718	7,745	6,533
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	33.7	154.1	29.9	15.3	17.8
PER(최고)	36.3	161.8	46.4		
PER(최저)	20.2	54.7	29.5		
PBR	5.35	12.74	6.44	4.46	3.52
PBR(최고)	5.75	13.37	9.96		
PBR(최저)	3.20	4.52	6.34		
PSR	6.96	22.66	9.09	5.61	5.89
PCFR	19.1	145.7	24.6	11.8	14.0
EV/EBITDA	17.3	132.9	22.5	10.3	11.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	11.4	5.3	13.7	22.0	15.4
ROE	16.5	8.8	24.4	34.5	22.1
ROI	29.4	10.3	43.8	85.3	68.6
매출채권회전율	8.0	7.3	9.4	11.3	9.8
재고자산회전율					
부채비율	40.9	88.7	69.1	48.8	39.2
순차입금비율	-46.6	-28.8	-39.0	-53.2	-61.0
이자보상배율	45.3	10.0	53.1	114.4	95.6
총차입금	123.0	439.6	439.6	439.6	439.6
순차입금	-296.6	-207.3	-367.7	-723.6	-1,050.4
NOPLAT	179.2	67.3	253.0	519.0	438.4
FCF	121.8	38.3	141.5	336.3	306.0

**Compliance Notice**

- 당사는 4월 25일 현재 '펠어비스(263750)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

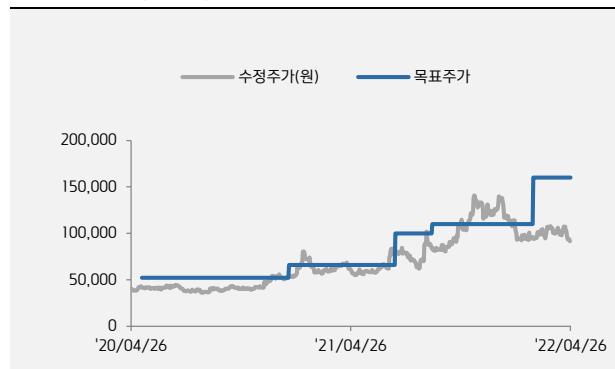
**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

**투자의견변동내역(2개년)**

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
펠어비스 (263750)	2020-05-14	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-22.67	-14.62	
	2020-09-02	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-22.56	-14.62	
	2021-01-13	Buy(Maintain)	66,000원	6개월	-5.16	26.36	
	2021-07-09	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-22.75	2.00	
	2021-09-08	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-2.11	28.18	
담당자 변경	2022-02-23	Buy(Reinitiate)	160,000원	6개월	-36.69	-32.75	
	2022-04-18	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-37.12	-32.75	
	2022-04-26	Buy(Maintain)	160,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

**목표주가추이(2개년)****투자의견 및 적용기준**

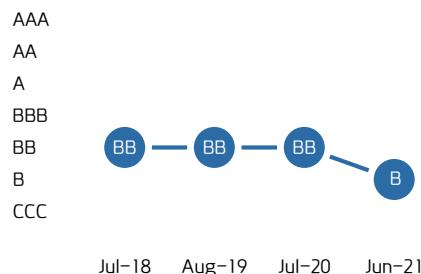
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

**투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)**

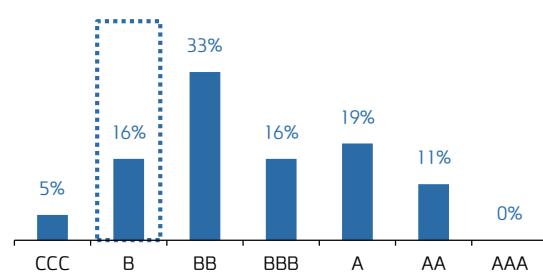
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	3.4	4.5		
<b>환경</b>	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
<b>사회</b>	4.6	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	1.4	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	8.0	6.1	25.0%	
<b>지배구조</b>	1.5	3.9	44.0%	
기업 지배구조	2.9	4.8		
기업 활동	2.5	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
2021.04	주52시간 근로 초과와 임금 미지급 등으로 근로기준법 위반해 고용노동부 시정 지시

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력자원 개발	개인정보보호와 데이터보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	● ●	●	●	● ●	● ●	N/A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	N/A	◀▶
Mango Excellent Media Co Ltd	●	● ● ● ●	● ● ●	●	●	N/A	◀▶
BILIBILI INC.	●	●	● ● ●	● ●	● ● ●	N/A	▲
CABLE ONE, INC.	● ●	● ● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶
PearlAbyss Corp.	●	●	● ● ● ●	●	●	B	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ▲ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치